

黄金牛：从疫情对全球经济的影响谈起

宏观专题报告

2020年02月27日

报告摘要：

疫情传播之下，全球经济特别是美国经济下行压力仍较大，美联储货币政策态度预示实际利率可能仍会走低，持续利好黄金。

● 疫情全球扩散：疫情较严重国家数量在上升。

海外市场对疫情判断从国际间有限传播转变到全球蔓延，主要受意大利和韩国近日来新增病例不断上升影响。意大利和韩国已经效仿中国实施“封城隔离”。日本和美国的卫生安全戒备也在逐渐上升。美欧日的内在经济问题在疫情面前暴露，导致主要央行的宽松预期不断升温。

● 中期来看：美国疫情后经济仍可能走弱。

美国企业盈利增长停滞已经持续三年，越来越难以满足劳动者的薪资增长需求。消费者过于乐观，与投资者过于悲观，两者形成鲜明对照。劳动力市场真的那么乐观吗？其实不然。美联储前期加息过猛，后来降息慢了半拍，导致经济下行压力仍未解除。

● 未来展望：黄金的中期配置价值凸显。

除了避险情绪和地缘政治风险外，美联储对低通胀的不满进一步加强了宽松预期。从1月FOMC会议纪要来看，美联储的货币政策态度使得实际利率只有下降一条道路。在经历两次冲击失败和多年平静之后，黄金价格已经突破前期阻力点，打开了上升通道。

● 风险提示：

主要央行宽松不及预期、全球经济反弹超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

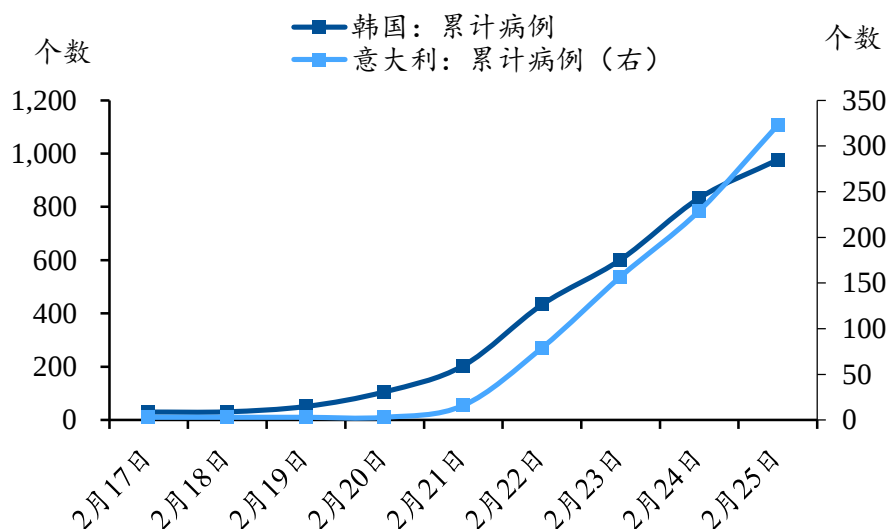
一、疫情对全球经济产生冲击	3
1.1 新冠疫情开始有全球蔓延趋势	3
1.2 美欧日经济内在问题在疫情面前暴露	3
1.3 宽松预期和避险情绪升温	4
二、黄金的中期配置价值凸显	6
2.1 疫情影响可能不局限于短期，疫情后美国经济仍可能继续走弱	6
2.2 美国实际利率走低，利好黄金	7
2.3 支撑黄金的不仅是避险情绪	8
风险提示	8

一、疫情对全球经济产生冲击

1.1 新冠疫情开始有全球蔓延趋势

意大利和韩国疫情形势严峻，日本形势扑朔迷离。截至2月25日，全球累计确诊病例达到两位数的国家共有15个，包含美国、法国和德国等发达国家和伊朗、泰国和马来西亚等发展中国家。本月初，约98%的确诊病例集中在中国，当时海外投资者大多认为疫情不会蔓延到全球。近日，意大利和韩国的确诊病例出现爆发式增长。仅5天，意大利和韩国的累计确诊病例分别从3例和106例增加至231例和977例（图1）。另外，两国的新增确诊病例集中在各自国内的两大城市，所以可能存在社区传染。值得注意的是，意大利国内气温不低，疫情传播却仍在继续。至于日本，许多公共卫生专家一直担忧日本会成为“疫情温床”。目前，日本的主要确诊病例来自“钻石公主”号邮轮，岛内累计确诊病例共有162例，仅占确诊病例的19%。但日本目前检测人口较少，日本病例有低估可能。

图1：意大利和韩国疫情突然加剧，引发全球蔓延担忧



资料来源：Wind，民生证券研究院

意大利和韩国政府面临中国式抉择，防控升级争取短期内控制疫情。“封城隔离”必然会对经济造成伤害，但是两国政府在疫情面前毅然决定实施最大人流限制，并且进行地毯式排查潜在感染人群。对于疫情防控时间，韩国总统文在寅表示，有关部门争取在一周之内出现拐点；意大利总理孔特认为，抑制疫情的措施将在未来两周内起效。因而，韩国和意大利的区域性经济停摆可能维持至少一到两周。意大利的伦巴第大区和威尼托大区是其国内的重要经济区域，仅仅伦巴第大区就占全国GDP的22%，经济影响可见一斑。日本政府的“保守”应对已经被海外媒体诟病。日本政府的难处在于日本正在筹办奥运会，今年东京奥运会能否如期举办，目前仍然成谜。

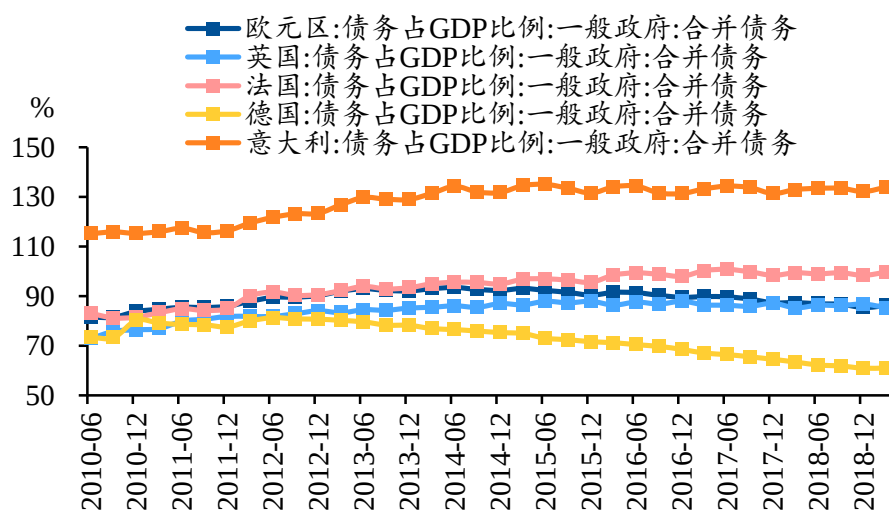
1.2 美欧日经济内在问题在疫情面前暴露

美国经济增长预期下调，日本衰退担忧加剧。当武汉政府于1月22日晚宣布封城消息时，美国市场普遍比较乐观。参考SARS经验，美国地理位置离疫情中心较远，传播难

度较高，而且美国是最早一批对我国实施旅游禁令的国家。因而，疫情初期的预测是美国经济增速将被拖累 0.1 个百分点。2 月 iMarkit 两大 PMI 超预期大幅下降，隐含的一季度 GDP 增速从 1 月的 2.0% 下降至 0.6%。其中，服务业中的旅游、餐饮和航空显得尤为悲观。日本的情况更为糟糕，消费税提升导致去年四季度 GDP 环比年化增速为 -6.4%。目前来看，日本的贸易出口大概率将受到冲击，而且还需要担忧自己国内的潜在疫情爆发，连续两个季度 GDP 负增长就意味着经济衰退。

意大利财政刺激有难度，欧盟内忧外患需团结。疫情爆发给了意大利实施积极财政政策的机会，但是意大利赤字率已经游走在《稳定与增长公约》规定的 3% 红线。2010 年以来，欧洲南部的英国、法国和意大利的总体政府负债水平平均逐年提高，尤其是意大利，其政府负债率甚至超过了 130%，是《稳定与增长公约》规定的两倍还多（图 2）。目前，欧盟对 2020 年预算争吵不休，根本问题是欧洲南北差异较大和财政政策由各个国家独立主导。英国脱欧成功后，计划推出财政刺激政策，预计在 3 月 11 日公布的英国政府预算中投资支出将大幅增加。由于老年化加剧和储蓄需求上升，欧洲北部国家对欧央行的负利率政策越发不满。另外，欧盟需要同时面对与美国及英国的两大贸易谈判。

图 2：南欧国家政府“爱花钱”，意大利债务水平让人担忧



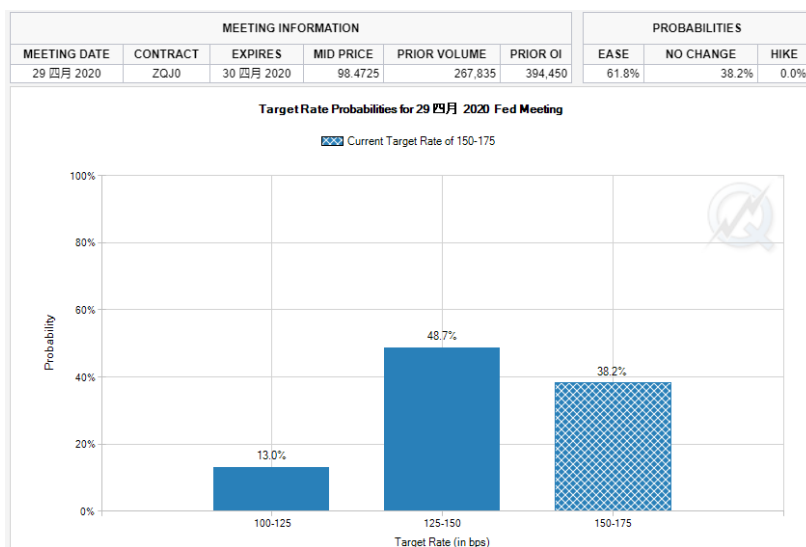
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 宽松预期和避险情绪升温

美联储降息概率上升，疫情全球蔓延的担忧将避险资产推至新高。近期，三大央行行长均表示会密切关注疫情变化。目前来看，美联储难以降息的理由有两点：一是疫情尚未在美国爆发；二是降息对供给端的作用有限，经济面临的是供应链断裂问题，而非需求不足的问题。但是，如果美股持续下跌和其他衰退信号出现，导致消费者信心受损和支出减少，美联储可能会有超预期宽松。截至 2 月 26 日，CME FedWatch 显示，4 月降息一次概率达到 61.8%，全年降息两次，与我们早前的预计一致（图 3）。投资者纷纷涌向避险资产：黄金价格连续多日收涨，美国 10 年和 30 年期国债收益率纷纷创下新低。即使疫情在一季度得到控制，未来经济恢复速度和全年经济增速下降程度等诸多不确定性将对避险

资产有所支撑。

图 3：4 月美联储降息一次概率大幅上升，12 月数据显示降息两次



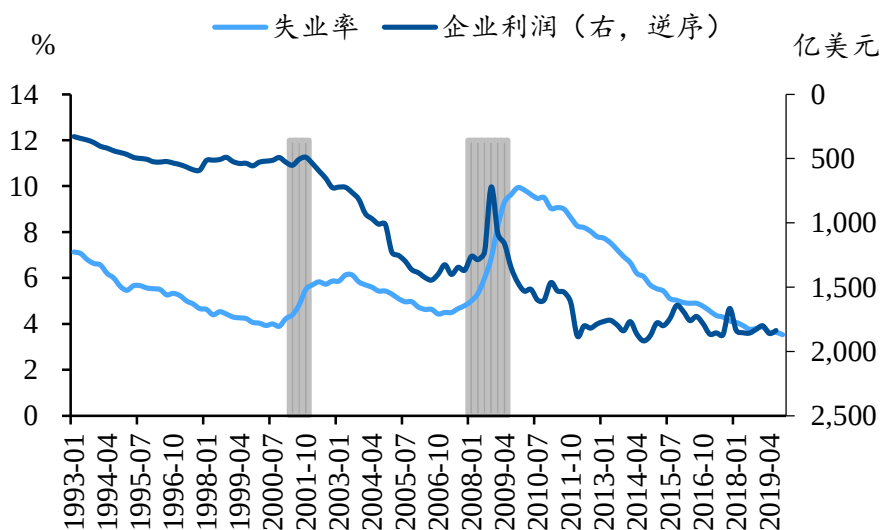
资料来源：CME，民生证券研究院

二、黄金的中期配置价值凸显

2.1 疫情影响可能不局限于短期，疫情后美国经济仍可能继续走弱

美国企业盈利停滞，经济增长全靠消费者支撑。美国政府债务问题一直令人担忧：2019 年公共债务增量占 GDP 比值大概率高于名义 GDP 增速，说明美国经济增长对举债依赖很高。其实，美国企业盈利规模在 2017 年开始就已经停滞，长达三年的盈利停滞使得企业更加难以满足劳动者的薪资增长需求（图 4）。在 2018 年一季度后，CEO 展望指数就开始持续下滑，与消费者信心指数处于高位形成巨大差距，到底是消费者过于乐观还是投资者过于悲观呢？密歇根大学消费者调查最新数据显示，消费者现状指数与预期指数继续收敛，现状指数已经连续两个月下滑，可能消费者对就业市场的感受并非失业率显示的那么乐观。

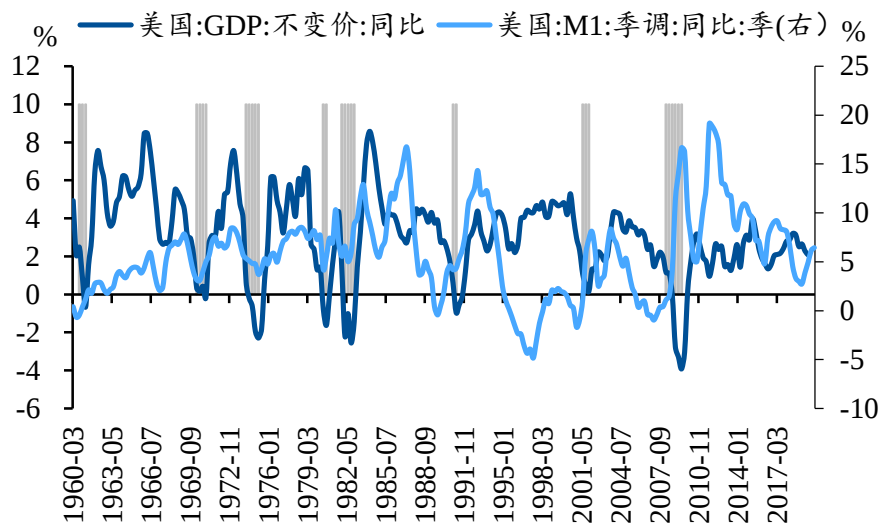
图 4：美国企业利润停滞，可能难以支撑劳动者薪资需求



资料来源：FRED，民生证券研究院

美联储降息节奏慢了半拍，扩表的本质是债务货币化。我们在《近期数据分化背后，美国经济没那么好》中提到，算上缩表规模，美联储在这一轮共加息 500BP 至 600BP，为上世纪 80 年代以来的最高值，尤其是长期中性利率处于下行趋势。直到确认制造业 PMI 和私人投资“衰退式”下滑以及收益率曲线倒挂以后，美联储于去年三季度开始连续三次降息。因而，美国 M1 增速才在同期触底反弹。参考前三次衰退经验，M1 增速底部与 GDP 增速底部存在一年以上的滞后，说明经济下行压力并未解除（图 5）。另外，2019 年 9 月隔夜利率大幅跳升，导致有效联邦基准利率跑出目标区间上限。背后的核心问题是银行系统现金储备水平处于低位，难以对国债交易进行结算：当需求远低于供给时，成交价格就可能飙升。在银行监管体系难以调整的大选年里，美联储不得不加大国债持有量，通过扩表来吸收财政部的国债发行和资金需求。

图 5：M1 底部领先于 GDP 底部一年以上，美国经济反弹尚未到来



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 美国实际利率走低，利好黄金

低通胀威胁美联储公信力，宽松预期加强利好黄金。实际利率是名义利率和通胀预期的差值。虽然通胀预期疲软而且存在通缩风险，但是只要名义利率下降更快，实际利率仍会走低。由于 PCE 长期低于美联储的 2% 目标，美联储对通胀率提升的乏力将会影响其货币政策的可信度。最新的 FOMC 纪要进一步突显美联储对低通胀的不满，拉升通胀势在必行，市场普遍认为降息门槛更低了（图 6）。向后看，如果 PCE 和通胀预期回升不及预期，美联储可能会降息；如果 PCE 和通胀预期回升较快，美联储对高通胀的容忍程度较高，加息可能性非常低。总而言之，美联储的货币政策态度近乎于确定了实际利率只有走低一条道路，对黄金价格构成显著利好。

图 6：美联储拉升通胀的决心在加强

With regard to the postmeeting statement, members agreed that incoming data warranted a change in the statement's description of recent rises in household spending from "strong" to "moderate." They also agreed to describe the current monetary policy stance as consistent with inflation "returning to," rather than being "near," their symmetric 2 percent longer-run objective. In commenting on this change in wording, a few members noted that the new language would make the postmeeting statement more consistent with the Committee's outlook or might usefully affirm the symmetry of the Committee's inflation goal and indicate that policymakers were not satisfied with inflation outcomes that were persistently below 2 percent.

资料来源：1 月 FOMC 会议纪要，民生证券研究院

2.3 支撑黄金的不仅是避险情绪

地缘政治风险仍存在，黄金向上通道已经打开。如果疫情在美国爆发，避险信号大概率向经济衰退信号转换，美联储 QE 强度可能会超过预期。参考上轮黄金周期，PCE 会先降后升，黄金价格在 2011 年 9 月达到峰值，整体呈现上升趋势。除了疫情以外，我们需要注意到其他不确定性并未消散：伊朗问题会否引发中东危机，美国大选期间两党如何对待中国，桑德斯“社会主义”政策能否为其赢得初选和最终总统大选，中美贸易第一阶段实施受疫情影响多大，华为禁令怎么办，英国的贸易谈判如何发展等等。2020 年开局已经不平静，后面或许会更加“热闹”。在经历 2012 年至 2013 年熊市后，黄金价格曾经两次试图突破阻力位置，终于在 2019 年实现突破，我们预计黄金可能已经走在追逐上一轮峰值的道路上（图 7）。

图 7：黄金价格已经向上突破，可能已经进入上升通道



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：通胀调整指数为美国 CPI 指数，基期为 2020 年 1 月。

风险提示

主要央行宽松不及预期、全球经济反弹超预期等。

插图目录

图 1: 意大利和韩国疫情突然加剧, 引发全球蔓延担忧	3
图 2: 南欧国家政府“爱花钱”, 意大利债务水平让人担忧	4
图 3: 4 月美联储降息一次概率大幅上升, 12 月数据显示降息两次	5
图 4: 美国企业利润停滞, 可能难以支撑劳动者薪资需求	6
图 5: M1 底部领先于 GDP 底部一年以上, 美国经济反弹尚未到来	7
图 6: 美联储拉升通胀的决心在加强	7
图 7: 黄金价格已经向上突破, 可能已经进入上升通道	8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

毛健，民生证券研究院宏观组研究助理，上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技公司战略规划经验，2年股票私募投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。